



买入（首次）

所属行业：医药生物/化学制药
当前价格(元)：15.71

证券分析师

周新明
资格编号：S0120524060001
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

研究助理

浙江医药（600216.SH）：维生素业务弹性大，创新转型进入收获期

投资要点

● **维生素业务即将反弹，利润释放在即。**多方面因素带动维生素涨价：1) 需求端：猪周期恢复+海外需求恢复，需求端向好。新一轮猪周期有望开启，且维生素类添加剂在养殖中成本占比小，上游企业溢价对总体养殖成本影响小，议价能力较强。海外需求明显开始恢复，维生素 A/E 在 2024 年出口量均有增加。2) 供给端：历史上看，维生素类品种涨价核心动力为供给端的收缩。目前维生素 A/E 的格局较好，维生素厂商毛利受损已久，涨价动力强。且维生素 E 在 2024Q3 进入大面积检修期，海外龙头频繁发生事故，维生素 A/E 价格有望持续性的增长。3) 价格端：维生素 A/E 大幅涨价，对公司利好明显。截至 8 月 12 日，维生素 A 价格对比 2023 年 12 月 12 日低点涨价 208%；维生素 E 价格对比 2023 年 12 月 07 日低点涨价 172%。2021 年维生素业务约占公司收入和毛利润的 48% 和 56%，2022 年和 2023 年主要受到降价影响，收入和利润占比降低。随着维生素 A/E 的价格回升，对公司收入和利润的带动作用明显，2024H2 业绩有望超预期。

● **维生素 D3 价格大涨，公司有部分产能。**维生素 D3 短期价格暴涨，8 月 12 日报价较 5 月 6 日提升 351%，处于供不应求的阶段。公司拥有维生素 D3 产能约 800 吨，有望在这波涨价中受益。

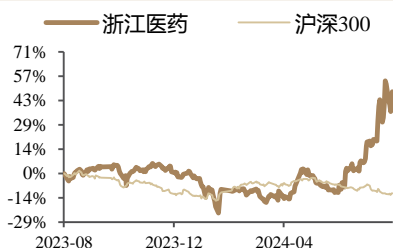
● **制剂管线丰富，奈诺沙星、万古霉素等持续放量。**公司的制剂产品主要为喹诺酮、抗耐药抗生素、降糖类、激素类等。截至 23 年报，公司已有 14 个产品进入集采，借助集采的放量渠道有望实现收入增长。苹果酸奈诺沙星胶囊实现快速增长，2023 年胶囊和注射液销售量同比增长 46% 和 195%。万古霉素美国 505 (b) 2 获批，开始在美国市场放量。

● **创新药短期受阻，开启积极转型。**子公司新码生物在研产品抗体偶联药物 ARX-788 临床三期研究达到期中分析预设的有效性标准，上市在即。ARX-305 持续推进临床一期研究。NCB003 获取临床试验批件。

● **盈利预测与估值：**预计公司 2024-2026 年实现收入 94.8/100.9/108.5 亿元，归母净利润 10.52/12.01/13.47 亿元。对应 2024-2026 年 PE 估值为 14.4/12.6/11.2 倍。考虑到公司短期维生素 A/E 业务涨价，奈诺沙星等新品种持续释放，中长期新药管线丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**原材料成本上涨风险，新药研发风险存在不确定性，抗生素需求可能存在波动。

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	36.02	66.57	49.81
相对涨幅(%)	40.47	71.96	58.84

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

股票数据

总股本(百万股):	961.64
流通 A 股(百万股):	961.63
52 周内股价区间(元):	8.15-16.40
总市值(百万元):	15,107.33
总资产(百万元):	12,909.77
每股净资产(元):	10.13

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,116	7,794	9,484	10,093	10,853
(+/-)YOY(%)	-11.1%	-4.0%	21.7%	6.4%	7.5%
净利润(百万元)	540	430	1,052	1,201	1,347
(+/-)YOY(%)	-48.4%	-20.4%	144.8%	14.2%	12.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.45	1.09	1.25	1.40
毛利率(%)	34.5%	32.4%	39.5%	39.1%	39.6%
净资产收益率(%)	5.8%	4.5%	9.9%	10.1%	10.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 浙江原料药领军企业，创新化开启新征程	5
2. 维生素业务即将反弹，利润释放在即	6
2.1. 多因素带动维生素 A/E 涨价通道开启，带动利润增长	6
2.1.1. 需求端：猪周期恢复+海外需求恢复，需求端向好	7
2.1.2. 供给端：VE 大面积停产检修，巴斯夫爆炸后可能减少出货	8
2.1.3. 维生素 A/E 已大幅涨价，对公司利好明显	10
2.2. 维生素 D3 格局良好，价格近期涨幅较大	11
3. 奈诺沙星市场广阔，抗生素一体化优势明显	12
3.1. 苹果酸奈诺沙星	14
3.2. 注射用盐酸万古霉素	16
4. 坚持主业特色，创新驱动产业升级	16
4.1. 拓展多样化的技术平台，创新以增强内生动力	16
4.2. 创新 ADC 平台即将迎来收获期	17
4.2.1. ARX788 疗效及安全性双优	17
4.2.2. 非天然氨基酸偶联技术优势独特，ARX788 有望成为 BIC 疗法	18
4.3. 新码生物其他管线均有进展	19
5. 盈利预测与估值	20
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 公司营业总收入情况	5
图 3: 公司归母净利润情况	5
图 4: 公司毛利率和净利率情况	6
图 5: 公司期间费用率情况	6
图 6: 我国生猪存栏量情况	7
图 7: 我国生猪猪肉价格情况	7
图 8: 维生素 E 原料药出口量情况	7
图 9: 维生素 E 原料药出口量同比增速	7
图 10: 维生素 A 原料药出口量情况	8
图 11: 维生素 A 原料药出口量同比增速	8
图 12: 维生素 E 历史价格变化及原因 (元/公斤)	8
图 13: 近年维生素 A/E 龙头企业毛利率受损	9
图 14: 2023 年维生素 E 产能格局 (吨)	9
图 15: 2019-2023 年维生素 E 油产量数据统计 (吨)	9
图 16: 2024 年维生素 A 产能格局 (吨)	10
图 17: 2021 年全球柠檬醛产能分布情况	10
图 18: 维生素 A 价格上扬 (元/公斤)	11
图 19: 维生素 E 价格开始大幅增长 (元/公斤)	11
图 20: 公司收入拆分	11
图 21: 公司毛利拆分	11
图 22: 2023 年维生素产能情况 (吨)	12
图 23: 维生素 D3 价格上涨 (元/公斤)	12
图 24: 公司制剂业务拆分 (百万元)	13
图 25: 我国抗生素市场规模及增速	15
图 26: 左氧氟沙星医院端和院外端销售情况	15
图 27: 莫西沙星医院端和院外端销售情况	15
图 28: 苹果酸奈诺沙星胶囊医院端和院外端销售情况	15
图 29: 苹果酸奈诺沙星注射液医院端销售情况	15
图 30: 万古霉素制剂国内院内竞争格局 (亿元)	16
图 31: 公司万古霉素制剂销售量	16
图 32: ARX788 及新码生物发展里程碑事件	17

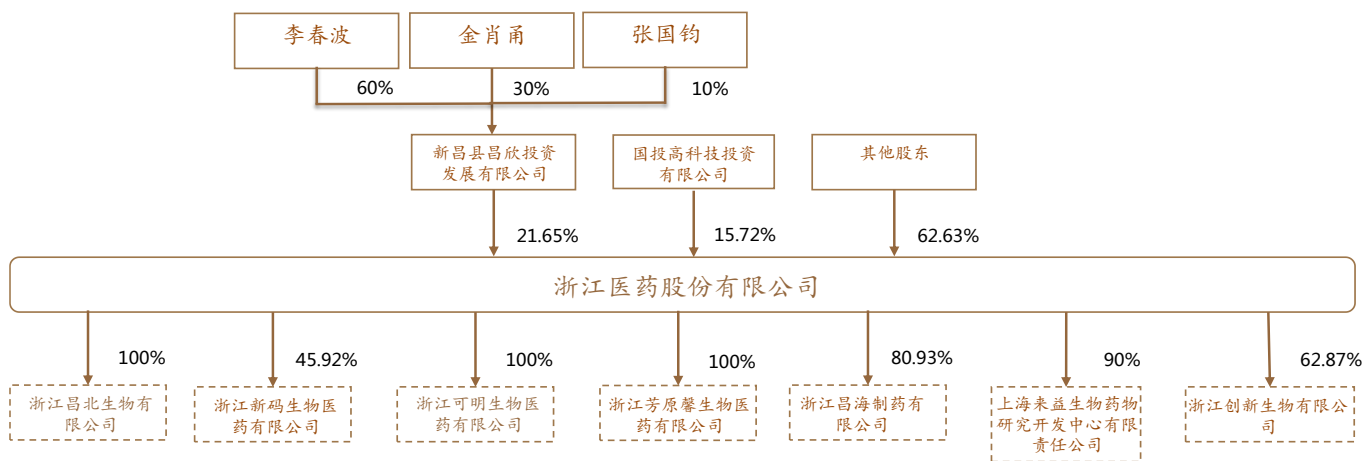
图 33: ARX788 乳腺癌关键 II/III 期临床研究数据在 2024 年 ASCO 口头汇报.....	18
图 34: ARX788 结构示意图	19
图 35: 公司 ARX305 分子结构图	20
图 36: 新码生物在研管线	20
表 1: 公司主要原料药产品介绍	6
表 2: 2024 年三季度开始, 大量工厂进入检修期	10
表 3: 公司主要制剂产品	12
表 4: 公司进入集采的制剂品种	13
表 5: 2023 年主要产品销量分析	14
表 6: 公司收入拆分	21
表 7: 可比公司估值对比	23

1. 浙江原料药领军企业，创新化开启新征程

浙江医药成立于1997年，是一家综合制药企业。目前主要产品为脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等系列产品。公司主导产品合成维生素E、维生素A、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品均处于国内外前列，公司左氧氟沙星注射液、注射用盐酸万古霉素、注射用替考拉宁等制剂产品在国内市场占有重要地位。此外，子公司新码生物拥有多条包括ADC在内的创新药管线。

公司股权结构清晰。公司控股股东为新昌县昌欣投资发展有限公司，占有公司21.65%的股权，实控人为李春波先生，股权结构清晰。公司通过参股/控股拥有多个子公司，其中包括昌北生物、昌海制药、新码生物、可明生物、来益生物等。

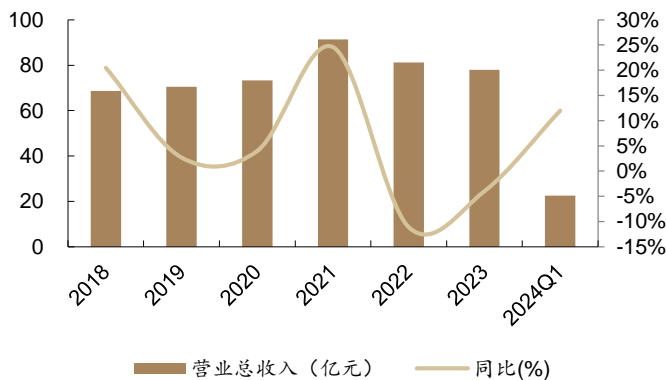
图1：公司股权结构



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所
注：截至2024年8月17日

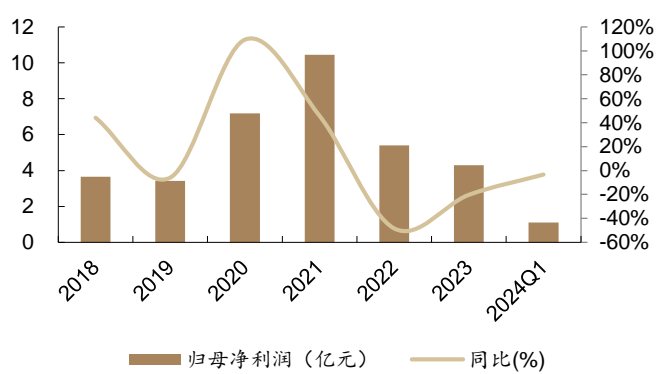
2024年业绩有望恢复。公司2022-2023年收入和利润受到维生素A/E降价等因素影响，出现下滑；随着维生素价格在2024年回升，2024Q1收入端开始恢复，同比增长为12%。目前维生素价格仍在上涨中，公司收入利润有望受益。

图2：公司营业总收入情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图3：公司归母净利润情况

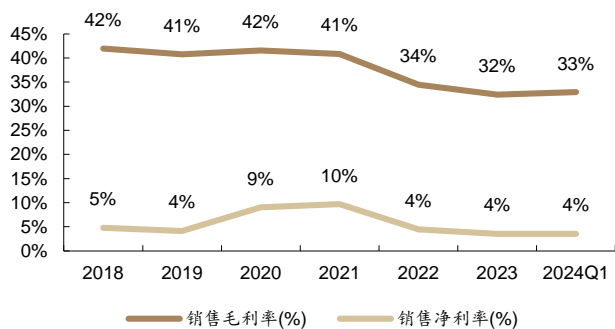


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

毛利率有望在2024年回升，期间费用率稳定。公司毛利率在2022-2023年呈现较大幅度下滑，主要因为维生素A/E降价；随着维生素A/E在2024年开启

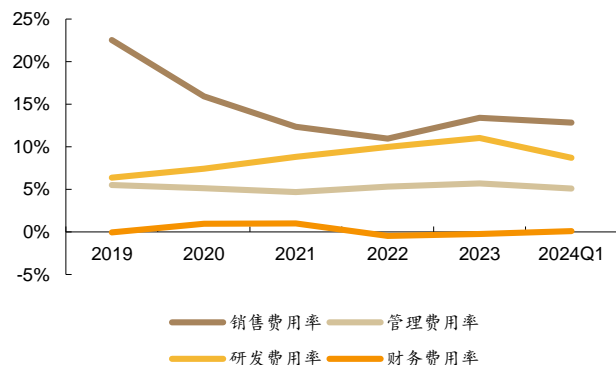
涨价，毛利率有望逐季度恢复。从费用率上看，公司期间费用率总体保持稳定。

图 4：公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 5：公司期间费用率情况



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

2. 维生素业务即将反弹，利润释放在即

浙江医药是我国脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等产品的重要企业。公司主导的原料药产品为合成维生素 E、维生素 A、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等，产品产量居国际国内前列。

表 1：公司主要原料药产品介绍

分类	品类	适应症或功能主治
动物营养品	93%维生素 E 油、50%维生素 E 粉	是动物必需的维生素，主要用于饲料添加剂。
	维生素 A 粉	对机体生长、发育有促进作用，能增强对疾病的抵抗能力。
	维生素 D3 粉	是动物必需的维生素，主要用于饲料添加剂。
人类营养品	98%维生素 E 油	具有预防心脑血管疾病、抗肿瘤、防治糖尿病及其并发症、延缓衰老、治疗慢性乙型肝炎、延缓老年痴呆症和中枢神经系统功能失调、抗流产和皮肤美容保健等功能，主要用于药品、食品和化妆品。
	斑蝥黄干粉 10%	用于饮料、冰淇淋、调味酱、番茄制品、肉类制品等的着色，为橙色着色剂。
化学原料药	盐酸万古霉素原料药	糖肽类抗生素，主要用于耐甲氧西林金黄色葡萄球菌及其他细菌所致的感染；败血症、感染性心内膜炎、骨髓炎、关节炎、灼伤、手术创伤等浅表性继发感染、肺炎、肺脓肿、脓胸、腹膜炎、脑膜炎等疾病。
	替考拉宁原料药	主要用于治疗各种严重的革兰阳性菌感染，包括不能用青霉素类及头孢素类抗生素治疗或上述抗生素治疗失败的严重葡萄球菌感染，或对其他抗生素耐药的葡萄球菌感染。

资料来源：公司公告，百度健康医典，德邦研究所

2.1. 多因素带动维生素 A/E 涨价通道开启，带动利润增长

多方面因素带动维生素涨价：

1、需求端：猪周期恢复+海外需求恢复，需求端向好。1) 新一轮猪周期有望开启，且维生素类添加剂在养殖中成本占比小，上游企业溢价对总体养殖成本影响小，议价能力较强。2) 海外需求明显开始恢复，维生素 A/E 在 2024 年出口量均有增加。

2、供给端：历史上看，维生素类品种涨价核心动力为供给端的收缩。目前维生素 A/E 的格局较好，维生素厂商毛利受损已久，涨价动力强。且维生素 E 在 2024Q3 进入大面积检修期，海外龙头频繁发生事故，维生素 A/E 价格有望持续性的增长。

3、价格端：维生素 A/E 大幅涨价，对公司利好明显：截至 8 月 12 日，维生素 A 价格对比 2023 年 12 月 12 日低点涨价 208%；维生素 E 价格对比 2023 年

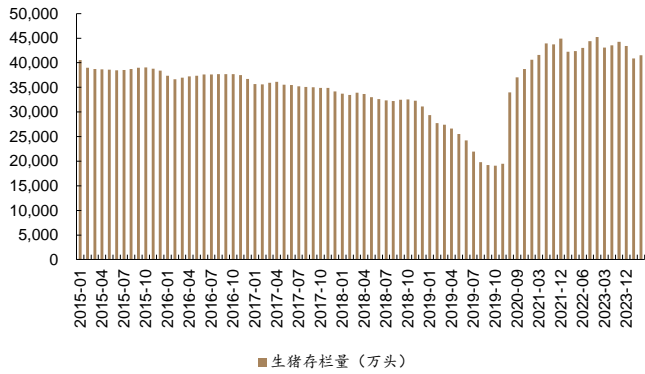
12月07日低点涨价172%。

2021年维生素业务约占公司收入和毛利润的48%和56%，2022年和2023年主要受到降价影响，收入和利润占比降低。随着维生素A/E的价格回升，对公司收入和利润的带动作用明显，2024H2业绩有望超预期。

2.1.1. 需求端：猪周期恢复+海外需求恢复，需求端向好

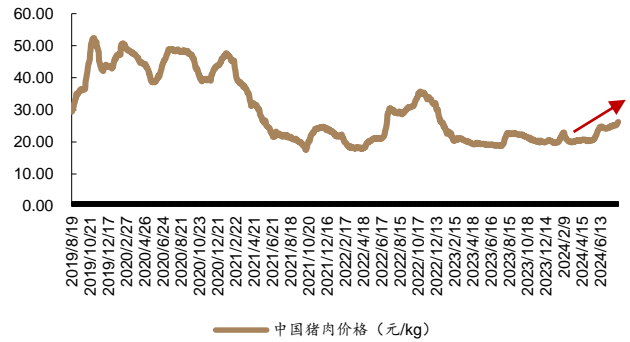
维生素A/E主要用于饲料添加，猪周期恢复带动需求恢复。维生素A（VA）和维生素E（VE）主要用于饲料添加剂，根据智研咨询及中国报告大厅《2023年维生素E市场规模分析》，VA和VE饲料用途占比分别高达85%和67%，所以猪周期对维生素A和E的价格和需求带来较大影响。1) 本轮猪周期在2019年非洲猪瘟后的2020年中开始，目前存栏量处在较高的位置。2022年由于猪存栏量增加，价格持续下滑，随着存栏量的消化，猪肉价格在2024年开始回升，2024年8月8日报价26.2元/kg，对比2024年1月2日增长29%。随着猪肉价格的恢复，维生素等饲料使用量需求有望回升。2) 维生素类添加剂在养殖中成本占比小，上游企业溢价对总体养殖成本影响小，议价能力较强。

图6：我国生猪存栏量情况



资料来源：wind，德邦研究所

图7：我国生猪猪肉价格情况

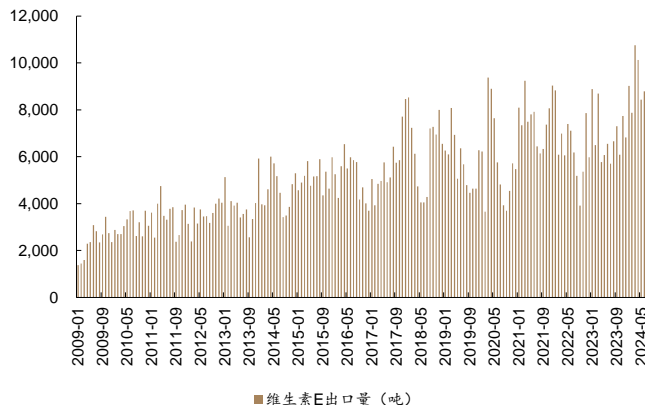


资料来源：wind，德邦研究所

海外需求明显开始恢复，维生素A/E在2024年出口量均有增加。维生素行业在2022年下半年进入去库存周期，经过1年半的去库，目前下游库存量小，在2023年底去库步入尾声，采购需求恢复。

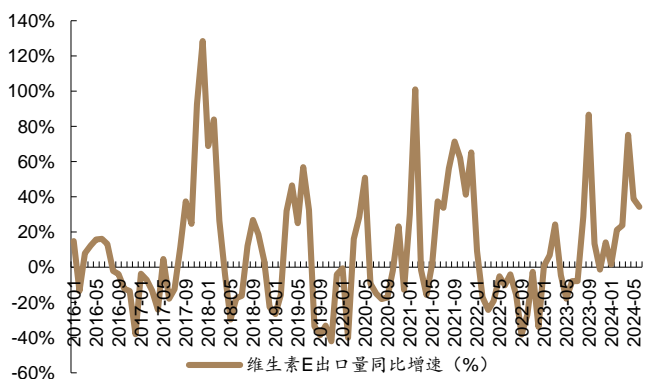
维生素E：2024年H1的出口量为55000吨，对比2023年H1增长30%；需求端恢复良好，且呈现持续增长的态势。

图8：维生素E原料药出口量情况



资料来源：wind，海关总署，德邦研究所

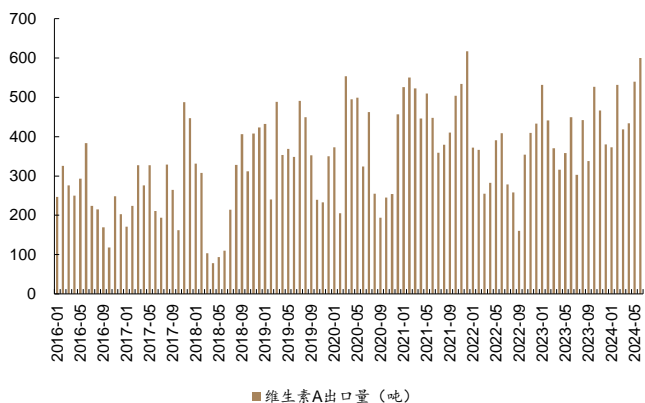
图9：维生素E原料药出口量同比增速



资料来源：wind，海关总署，德邦研究所

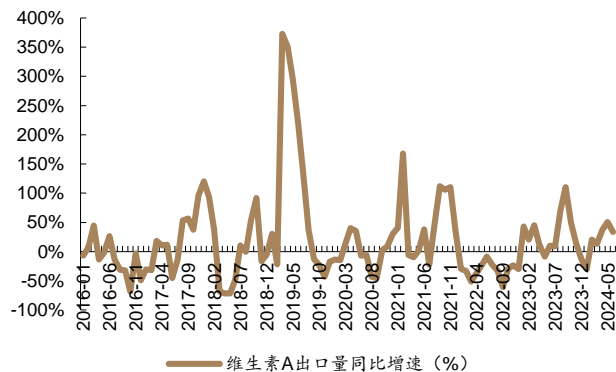
维生素 A: 2024 年 H1 的出口量为 2897 吨, 对比 2023 年 H1 增长 17%, 对比 2022 年 H1 增长 40%; 去库后需求端恢复良好。

图 10: 维生素 A 原料药出口量情况



资料来源: wind, 海关总署, 德邦研究所

图 11: 维生素 A 原料药出口量同比增速



资料来源: wind, 海关总署, 德邦研究所

2.1.2. 供给端: VE 大面积停产检修, 巴斯夫爆炸后可能减少出货

从历史上看, 维生素类产品涨价核心动力来自于供给端的收缩。

复盘 VE 的价格来看, 供给端仍是核心因素。1) 2017 年 H2 浙江第四轮环保督查; 2) 2017 年 10 月巴斯夫柠檬醛工厂起火; 3) 2019 年 5 月市场库存低, 价格触底反弹, 新和成和欧洲部分厂集体涨价; 4) 2020 年 2 月疫情影响, 物流停滞, 维生素供应紧张; 5) 2020 年 8 月新和成上虞基地发生事故; 6) 2021 年 10 月能耗双控开工下降, 价格上涨; 7) 2023 年底去库步入尾声, 供需改善, 价格反弹; 8) 德国时间 2024 年 7 月 29 日, 巴斯夫德国工厂爆炸, 导致维生素 E 价格大涨。

图 12: 维生素 E 历史价格变化及原因 (元/公斤)

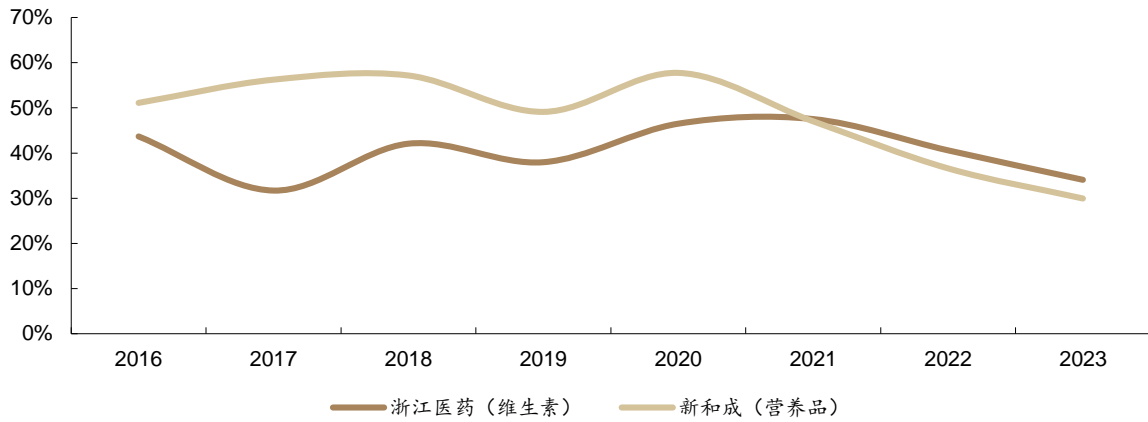


资料来源: wind, 百川盈孚, 德邦研究所

近年维生素 A/E 龙头企业盈利受损, 涨价意愿强。从 2021 年开始, 我国维

生素龙头新和成和浙江医药的维生素 A/E 业务毛利率受损明显，新和成和浙江医药 2023 年毛利率较 2020 年分别下滑 28 和 12pct，长期低毛利率促使龙头企业涨价诉求强，维生素 A/E 价格有望上涨。

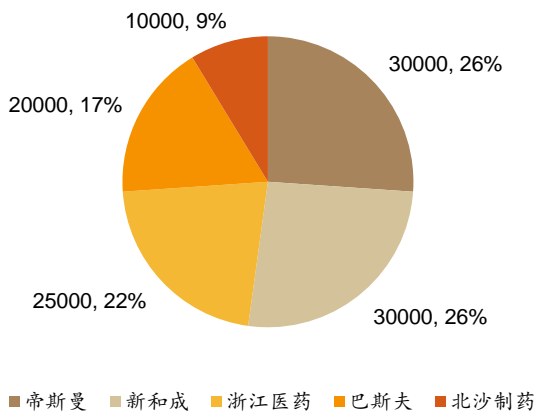
图 13：近年维生素 A/E 龙头企业毛利率受损



资料来源：wind，德邦研究所

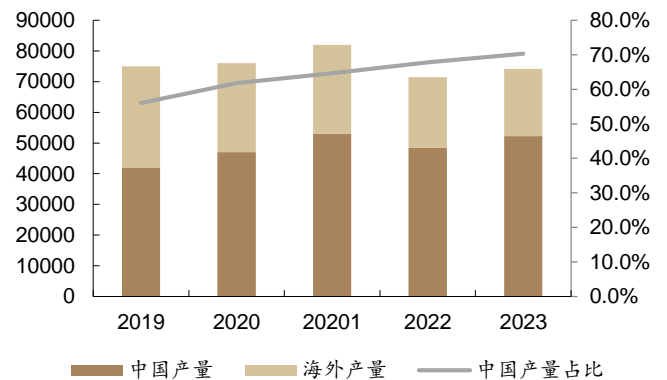
维生素 E 产能集中，控价能力相对较强。维生素 E 的产能较为集中，国内龙头新和成和浙江医药在 2023 年分别拥有产能 3 万和 2.5 万吨，约占全球产能的 26%和 22%，海外产能主要为帝斯曼和巴斯夫，分别占 26%和 17%的产能，集中度高。近年我国维生素产量在全球的占比逐渐提升，2023 年约占全球产量的 70.4%。

图 14：2023 年维生素 E 产能格局 (吨)



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

图 15：2019-2023 年维生素 E 油产量数据统计 (吨)

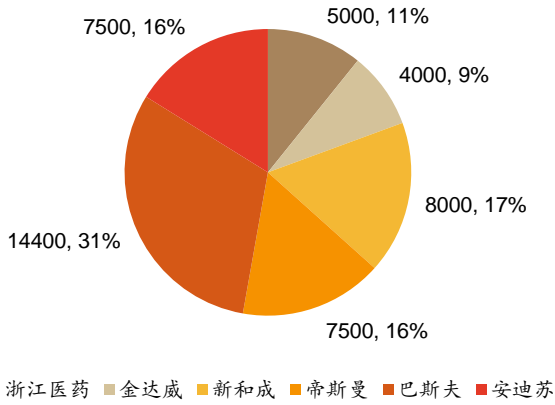


资料来源：百川盈孚，德邦研究所

维生素 A 产能相对集中。维生素 A 国内产能主要为新和成、浙江医药、金达威等；根据百川盈孚披露的产能占比数据推算，2024 年新和成、浙江医药、安迪苏以及金达威产能分别为 8000、5000、7500、4000 吨。海外厂商为巴斯夫和帝斯曼。

柠檬醛国产替代在即。维生素 A/E 的上游为柠檬醛，在万华化学 4.8 万吨产能落地前，柠檬醛产能主要集中在巴斯夫，随着万华的扩产，有望解开产能集中的情况，利好下游维生素 A/E 生产企业。

图 16: 2024 年维生素 A 产能格局 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

注: 产能绝对值为根据百川盈孚披露的产能占比数据推算, 数据时间截至 2024 年 8 月。

图 17: 2021 年全球柠檬醛产能分布情况

企业	产能 (吨/年)	市占率	生产基地	新增产能	投产时间
巴斯夫	50000	79.40%	德国、马来西亚	40000	2030 (中国湛江)
新和成	8000	12.70%	中国浙江		
可乐丽	5000	7.90%	日本		
万华化学	爬坡中		中国山东	48000	2023-2024

资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

三季度大面积停产检修, 呈现淡季涨价。从 2024 年三季度开始, 包括帝斯曼、新和成、浙江医药、北沙制药等企业逐渐进入检修期。大面积检修将造成供给端的收缩, 导致维生素 E 的价格继续上涨。

表 2: 2024 年三季度开始, 大量工厂进入检修期

工厂	停产原因	停产开始时间	停产周期	影响产品
帝斯曼瑞士工厂	天气原因	2024 年 7 月		维生素 A、维生素 E
新和成山东工厂	检修	7 月上旬	8-9 周	维生素 E
浙江医药	检修	7 月中旬	2 月	维生素 E
北沙制药	检修	8 月底	8 周-10 周	维生素 E

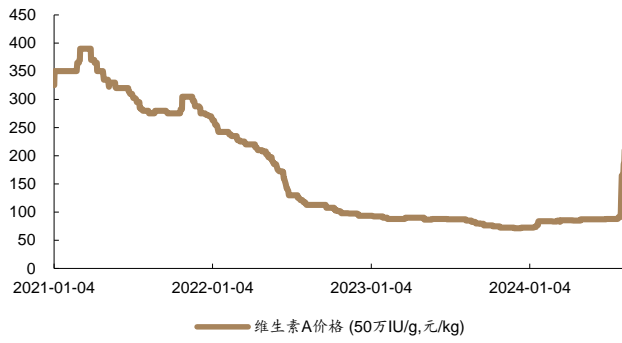
资料来源: 饲料行业信息网、博亚和讯公众号、健康网、德邦研究所

巴斯夫德国工厂爆炸, 维生素 A/E 价格有望持续提升。根据新华社报道, 德国时间 7 月 29 日下午, 巴斯夫路德维希港工厂发生爆炸, 导致火灾, 14 人受伤。路德维希港工厂是巴斯夫主要生产维生素 A/E 的厂区。8 月 7 日, 巴斯夫官网公告称, 因不可抗力因素, 将暂停维生素 A/E 和部分芳香类原料的供应, 直到另行通知。本次爆炸可能导致短期维生素 A/E 持续涨价。

2.1.3. 维生素 A/E 已大幅涨价, 对公司利好明显

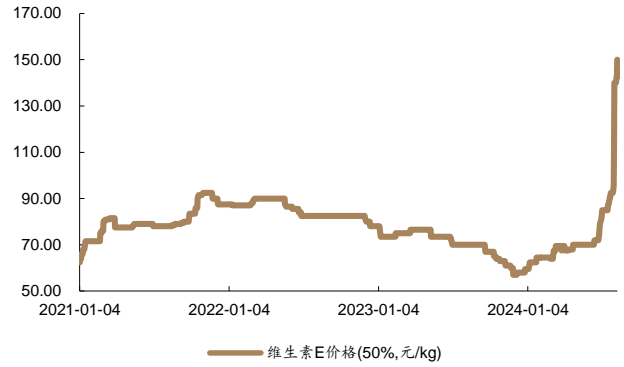
从价格端看, 维生素 A 2024 年 8 月 12 日报价为 220 元/Kg, 对比 2023 年 12 月 12 日低点上涨幅度约为 208%; 维生素 E 价格自 2023 年底开始上升趋势显著, 2024 年 8 月 12 日报价为 155 元/Kg, 对比 2023 年 12 月 7 日低点上涨幅度约为 172%; 价格上涨明显。

图 18: 维生素 A 价格上扬 (元/公斤)



资料来源: Wind, 德邦研究所

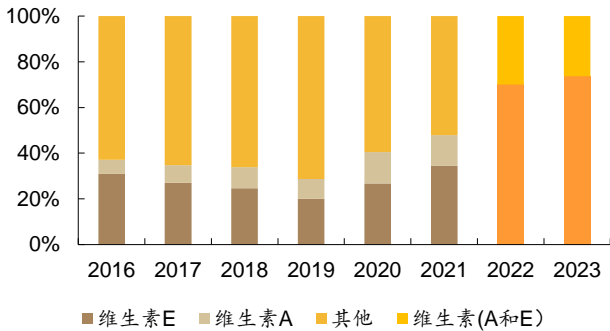
图 19: 维生素 E 价格开始大幅增长 (元/公斤)



资料来源: Wind, 德邦研究所

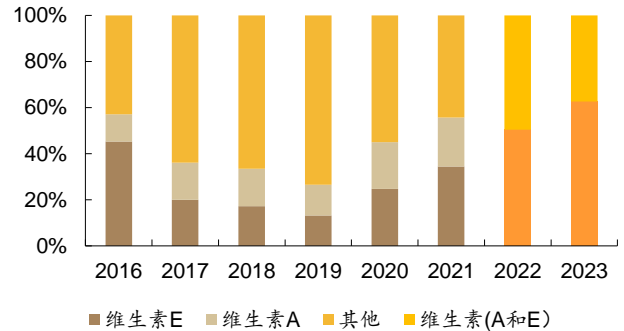
维生素是公司重要业务,2021 年约占公司收入和毛利润的 48%和 56%,2022 年和 2023 年主要受到降价影响,收入和利润占比降低。随着维生素 A/E 的价格回升,对公司收入和利润的带动作用明显,2024H2 业绩有望超预期。

图 20: 公司收入拆分



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

图 21: 公司毛利拆分

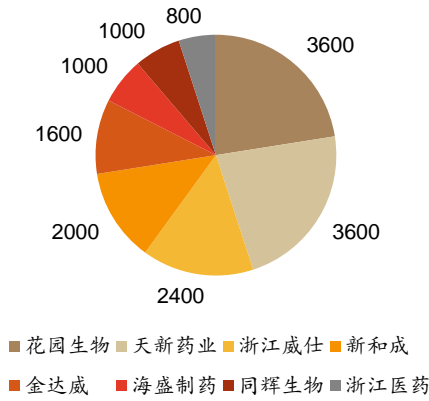


资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

2.2. 维生素 D3 格局良好, 价格近期涨幅较大

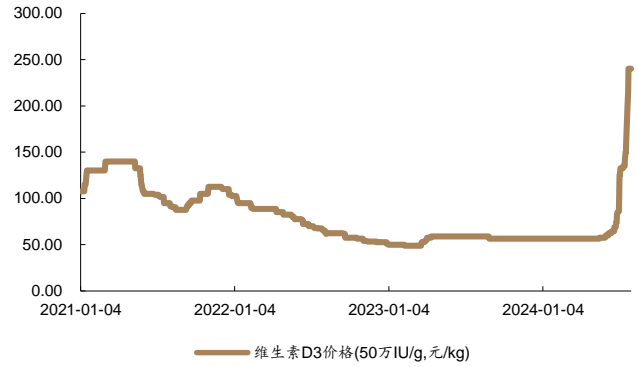
维生素 D3 产能集中, 价格在半年间上涨 3 倍。维生素 D3 的产能主要集中在花园生物、天新药业、浙江威仕、新和成等企业; 其中花园生物和天新药业产能占比达到 45%。价格上看, 2024 年 5 月开始, 维生素 D3 价格快速上涨, 8 月 12 日报价为 255 元/Kg, 对比 5 月 6 日低点位置上涨 351%。浙江医药约有维生素 D3 产能 800 吨, 有望在这波涨价中受益。

图 22: 2023 年维生素产能情况 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 德邦研究所

图 23: 维生素 D3 价格上涨 (元/公斤)



资料来源: wind, 德邦研究所

3. 奈诺沙星市场广阔, 抗生素一体化优势明显

公司制剂管线丰富。公司医药制造类产品主要为抗耐药抗生素、抗疟疾类等医药原料药, 喹诺酮、抗耐药抗生素、降糖类、激素类等医药制剂产品, 以及叶黄素、天然维生素 E、辅酶 Q10 等大健康产品。

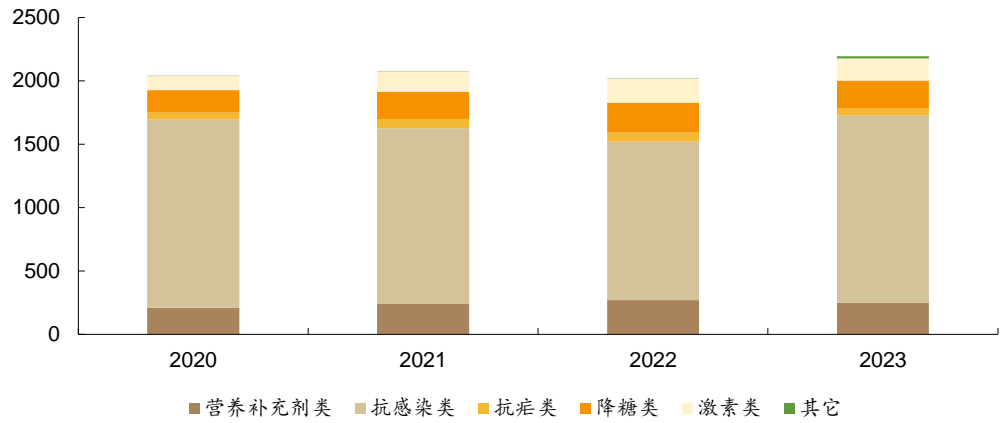
表 3: 公司主要制剂产品

疾病领域	药物分类	产品名称
抗生素	头孢菌素类	头孢氨苄胶囊、头孢拉定胶囊
抗生素	喹诺酮类	诺氟沙星胶囊、盐酸环丙沙星胶囊、盐酸左氧氟沙星胶囊、盐酸环丙沙星片、乳酸左氧氟沙星片、诺氟沙星片、乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液、乳酸环丙沙星氯化钠注射液、左氧氟沙星片、左氧氟沙星氯化钠注射液、苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液、苹果酸奈诺沙星胶囊
抗生素	糖肽类药物	注射用盐酸万古霉素、注射用替考拉宁
抗生素	噁唑烷酮类	利奈唑胺葡萄糖注射液
抗结核病药	抗结核病药	利福平胶囊
消化道用药	抗酸药、抗溃疡药	奥美拉唑肠溶胶囊
孕激素类药物	孕激素类药物	黄体酮软胶囊
雄激素类药物	雄激素类药物	十一酸睾酮软胶囊
维生素类	维生素类	维生素 A 软胶囊
糖尿病用药	糖尿病用药	米格列醇片、磷酸西格列汀片
抗滴虫药	抗滴虫药	甲硝唑片
神经系统药物	抗焦虑药	地西洋片

资料来源: 公司 2022 年年报, 德邦研究所

公司主要制剂产品为抗生素类, 2023 年收入约占总收入的 67%, 其次是营养补充剂类占比 11%、降糖类占比 10%。

图 24: 公司制剂业务拆分 (百万元)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

多品种进入集采, 实现快速放量。截至 2023 年年报, 公司已有 14 个产品进入集采, 借助集采的放量渠道有望实现收入增长。

表 4: 公司进入集采的制剂品种

主要药品名称	规格	中标价格区间 (元)	医疗机构的合计实际采购量	对应收入 (万元)
乳酸左氧氟沙星片 (万盒)	0.1g*10	6.49-6.50	33.68	219
	0.2g*6	5.94	49.88	296
	0.2g*12	11.58	239.15	2769
诺氟沙星片 (万盒)	0.1g*30	11.26-23.57	215.99	3761
左氧氟沙星片 (万盒)	0.25g*10	40	7.95	318
	0.5g*10	68	12.61	857
乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液 (万瓶/万袋)	100ml:0.2g:0.9g/瓶	21.86	92.07	2013
	100ml:0.2g:0.9g/袋	18.88-23.59	441.65	9378
	100ml:0.25g:0.9g/瓶	27.68	1.82	50
	100ml:0.25g:0.9g/袋	30.93	8.09	250
	100ml:0.3g:0.9g/瓶	27.8	52.81	1468
	100ml:0.3g:0.9g/袋	25.44-31.80	154.74	4429
	100ml:0.5g:0.9g/瓶	43.15	0	0
	250ml:0.5g:2.25g/瓶	43.16	21.79	940
	250ml:0.5g:2.25g/袋	34.52-46.72	139.16	5653
	250ml:0.75g:2.25g/瓶	66.58	0	0
250ml:0.75g:2.25g/袋	69.69	0	0	
左氧氟沙星氯化钠注射液 (万袋)	100ml:0.5g:0.9g/袋	17.50-29.50	1,954.69	45935
米格列醇片 (万盒)	50mg*30	39.74-48.04	690.57	30309
米格列醇口崩片 (万盒)	25mg*20	44.79-44.80	0.41	18
	50mg*21	79.8	0.26	21
黄体酮软胶囊 (万盒)	0.1g*6	15.05	324.57	4885
	0.1g*12	23.48-29.35	127.02	3355
注射用盐酸万古霉素 (万瓶)	0.1g*30	56.766-70.96	64.47	4117
	0.5g	72.30-78.00	416.19	31277
注射用替考拉宁 (万瓶)	0.2g	153.90-157.65	113.76	17721
苹果酸奈诺沙星胶囊 (万盒)	0.25g*6	97.2	236.97	23033
苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液 (万袋)	250ml:0.5g:2.25g/袋	84.8	187.65	15913
	100ml:0.2g/袋	89.38	0	0

利奈唑胺葡萄糖注射液 (万袋)	300ml:0.6g/袋	16.99-207.25	4.05	454
维生素E软胶囊 (万盒/万瓶)	0.1g(天然型)*30	14.95	163.58	2446
	0.1g(天然型)*60	29.15-29.16	239.61	6986
	50mg(天然型)*60	21.5	37.89	815

资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

注：对应收入为我们使用中标价格区间的中枢值计算得出

奈诺沙星、万古霉素优势明显，快速放量。左氧氟沙星氯化钠注射液，注射用盐酸万古霉素（商品名“来可信”），注射用替考拉宁（商品名“加立信”），米格列醇片（商品名“来平”），苹果酸奈诺沙星胶囊及注射液（商品名“太捷信”）在国内市场占有重要地位，具有原料药和制剂垂直一体化的优势。苹果酸奈诺沙星胶囊实现快速增长，2023 年胶囊和注射液销售量同比增长 46% 和 195%。**商业模式：**医药制剂产品则主要采用“商务直营+推广代理”的模式进行销售，并通过与国际跨国公司合作，积极开拓亚、非、拉等地区制剂业务合作伙伴。

表 5：2023 年主要产品销量分析

主要产品	单位	生产量	销售量	销售量同比 (%)
诺氟沙星片	万片	6,797	6,480	25
米格列醇片	万片	21,208	20,717	-1
左氧氟沙星氯化钠注射液系列	万袋 (瓶)	2,713	2,868	18
苹果酸奈诺沙星胶囊	万粒	1,465	1,422	46
苹果酸奈诺沙星注射液	万袋	175.3	187.7	195
盐酸万古霉素制剂	万瓶	435	416	6
替考拉宁制剂	万瓶	129	114	7
黄体酮软胶囊	万粒	6,099	5,406	-16

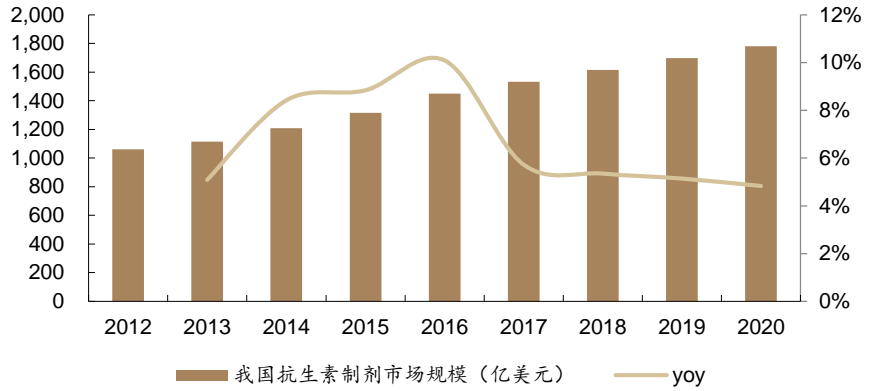
资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

3.1. 苹果酸奈诺沙星

同类品种集采，奈诺沙星提价、放量。苹果酸奈诺沙星为 1.1 类创新药，包括胶囊、注射剂两个剂型，苹果酸奈诺沙星胶囊 (0.25g) 于 2016 年 10 月获批上市。苹果酸奈诺沙星是近年来研发的一种新型 6 位不含氟的 C8-甲氧基结构喹诺酮类新型抗菌药物，用于治疗对奈诺沙星敏感的由肺炎链球菌、金黄色葡萄球菌、流感嗜血杆菌、副流感嗜血杆菌、卡他莫拉菌、肺炎克雷伯菌、大肠埃希菌、铜绿假单胞菌、鲍曼不动杆菌以及肺炎支原体、肺炎衣原体和嗜肺军团菌所致的轻、中、重度成人 (≥ 18 岁) 社区获得性肺炎。

国内抗生素市场仍在稳定扩展。随着政府对抗生素药物分级管理等限抗措施的推行，我国抗生素市场增速在 2017 年出现明显下滑，但仍保持增长趋势。2020 年抗生素行业市场规模达到 1780 亿元，同比增速约 4.8%。随着我国人口老龄化进程的加快以及全国医保投入的扩大，预计我国未来几年抗生素行业整体仍将维持较大需求。

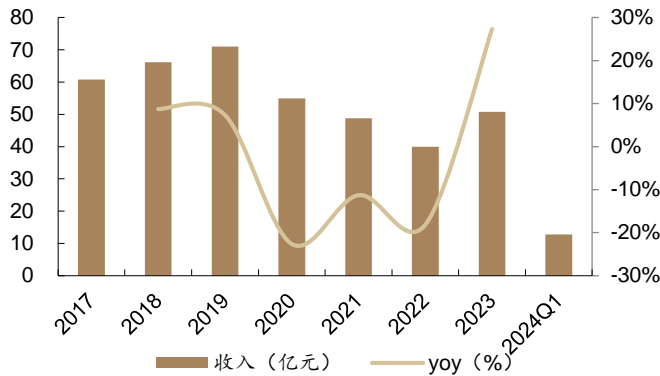
图 25: 我国抗生素市场规模及增速



资料来源: 川宁生物招股说明书, 中商产业研究院, 德邦研究所

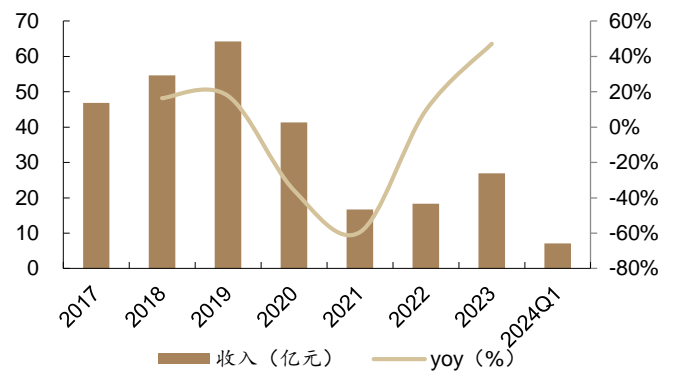
左氧氟沙星和莫西沙星均集采, 带来替换空间。左氧氟沙星与莫西沙星分别为临床常用喹诺酮类用药。其中莫西沙星氯化钠注射液中选第三批国家集采, 左氧氟沙星中选第五批国家集采。左氧氟沙星和莫西沙星销售规模在 2020 年明显萎缩, 2023 年疫情影响出清。沙星市场中的两大单品均已被集采, 后续预计给奈诺沙星释放更多成长空间。

图 26: 左氧氟沙星医院端和院外端销售情况



资料来源: 中康开思, 德邦研究所

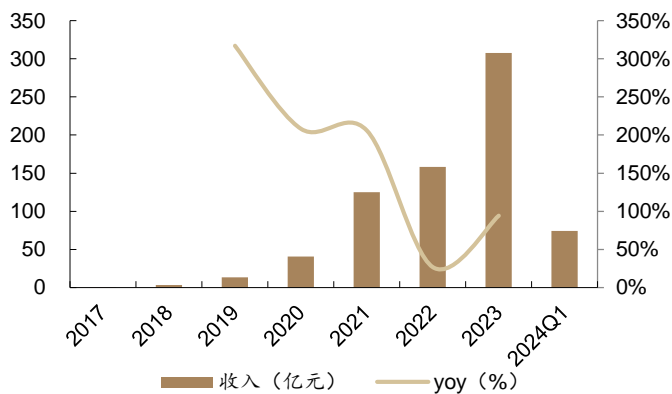
图 27: 莫西沙星医院端和院外端销售情况



资料来源: 中康开思, 德邦研究所

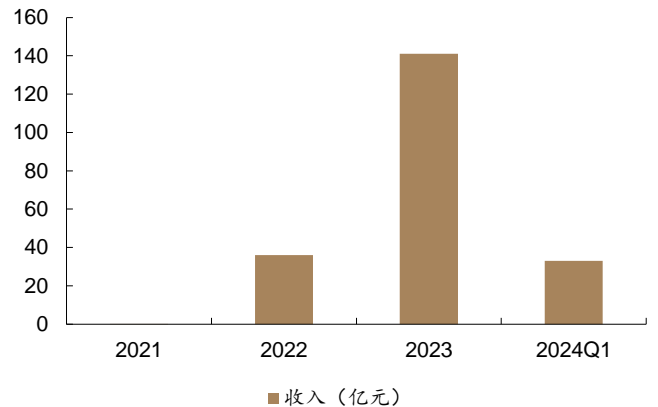
奈诺沙星开始放量, 保持快速增长。奈诺沙星胶囊和注射液作为新一代喹诺酮类抗生素, 快速替换老品种, 均保持快速增长, 主要销售在院内市场。

图 28: 苹果酸奈诺沙星胶囊医院端和院外端销售情况



资料来源: 中康开思, 德邦研究所

图 29: 苹果酸奈诺沙星注射液医院端销售情况



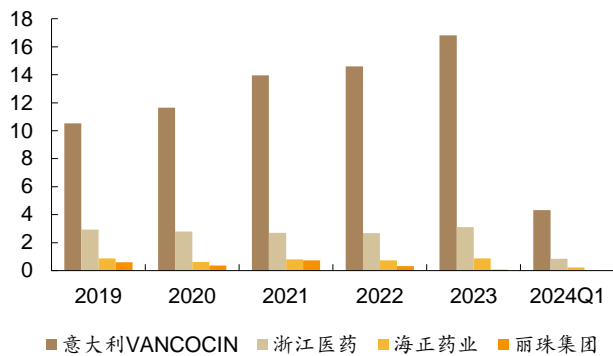
资料来源: 中康开思, 德邦研究所

3.2. 注射用盐酸万古霉素

万古霉素是一种糖肽类抗生素，主要用于耐甲氧西林金黄色葡萄球菌及其他细菌所致的感染:败血症、感染性心内膜炎、骨髓炎、关节炎、灼伤、手术创伤等浅表性继发感染、肺炎、肺脓肿、脓胸、腹膜炎、脑膜炎等疾病。

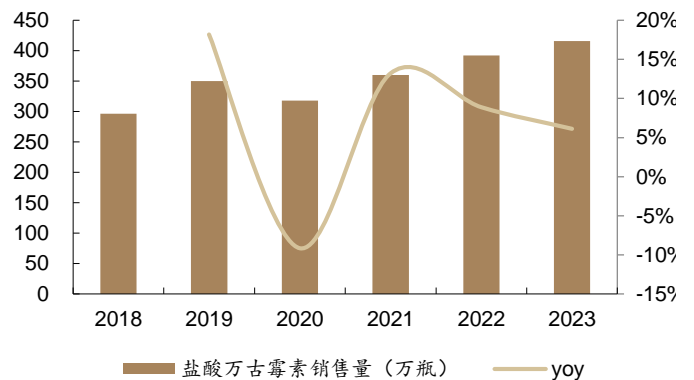
浙江医药是国内第二大万古霉素制剂厂商。根据中康开思数据，2023 年我国万古霉素市场规模约为 20.86 亿元，同比增长 13.9%，保持快速增长。我国万古霉素主要厂商为意大利 VANCOCIN，2023 年市场份额约为 80.6%。浙江医药为第二大厂商，2023 年万古霉素制剂销售额约为 3.1 亿元，市场份额约为 15.0%。

图 30: 万古霉素制剂国内院内竞争格局 (亿元)



资料来源: 中康开思, 德邦研究所

图 31: 公司万古霉素制剂销售量



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

505 (b) 2 获批, 开始进军美国市场。2023 年 1 月, 公司子公司创新生物收到 FDA 核准签发的注射用盐酸万古霉素 500mg/瓶、1g/瓶、5g/瓶、10g/瓶四个规格按 505(b)(2)申报的 NDA 新药申请批准信, 正式进入美国市场。根据 IMS 数据, 万古霉素注射剂 2021 年全球销售额 6.1 亿美元, 其中美国市场为 2.1 亿美元, 约占 34% 的份额, 是全球主要市场之一。

4. 坚持主业特色, 创新驱动产业升级

浙江医药现拥有新昌制药厂、昌海生物分公司、浙江来益医药有限公司、浙江创新生物有限公司、浙江昌海制药有限公司、浙江新码生物医药有限公司等十多家主要分公司/子公司和医药工业研究院、上海来益生物药物研究开发中心两家研发单位, 2023 年公司员工 6227 名, 其中技术人员 2590 名, 占员工总数的 42%。

4.1. 拓展多样化的技术平台, 创新以增强内生动力

自主搭建多样化创新技术平台: 在维生素产品领域建立了工业绿色化学和活性成份的微胶囊化两个技术平台, 在原料药及关键中间体领域建立了绿色环保的微通量连续制造实验室平台和可基因编辑的菌种改造的合成生物学试验平台, 质量提升方面建立了基毒亚硝酸胺检测平台。在药品领域建立了有特色的产学研相结合的创新药物研究开发体系, 建立专业化新药筛选平台, 研究开发具有自主知识产权的原创性新药。公司未来主要研发方向包括: 抗感染药物、维生素类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物、消化系统药物等。

携手海外 Biotech 搭建 ADC 技术平台, 推动新产品的研发和上市步伐: 2013 年, 与美国 AMBRX Inc. 签署了《合作开发和许可协议》, 双方将合作研发并商业化 Her2-ADC 产品。2017 年浙江医药控股子公司新码生物正式成立; 2021 年 3 月, 新码生物完成 4.15 亿元 A 轮融资, 并陆续完成了多项里程碑式进展; 2022 年 7 月, 新码生物完成了 B 轮融资。

技术力量雄厚, 具有独立承担重大科研项目的研发能力: 浙江医药为国家重

点支持的高新技术企业，国家创新型企业，拥有国家级博士后科研工作站及国家级企业技术中心。截至 2022 年，公司承担 9 项、5 项国家“863”项目、2 项国家高技术产业化项目、1 项国家科技支撑计划、1 项创新能力建设项目，另有国家火炬计划、国家重点新产品等 20 多项，省重大科技专项 10 多项，曾荣获国家技术发明二等奖 1 项、国家科技进步二等奖 4 项、省部级科技进步一等奖 11 项。截至 2023 年 12 月，公司累计申请发明专利 709 项，授权有效发明专利 331 项，其中授权有效国际专利 103 项。

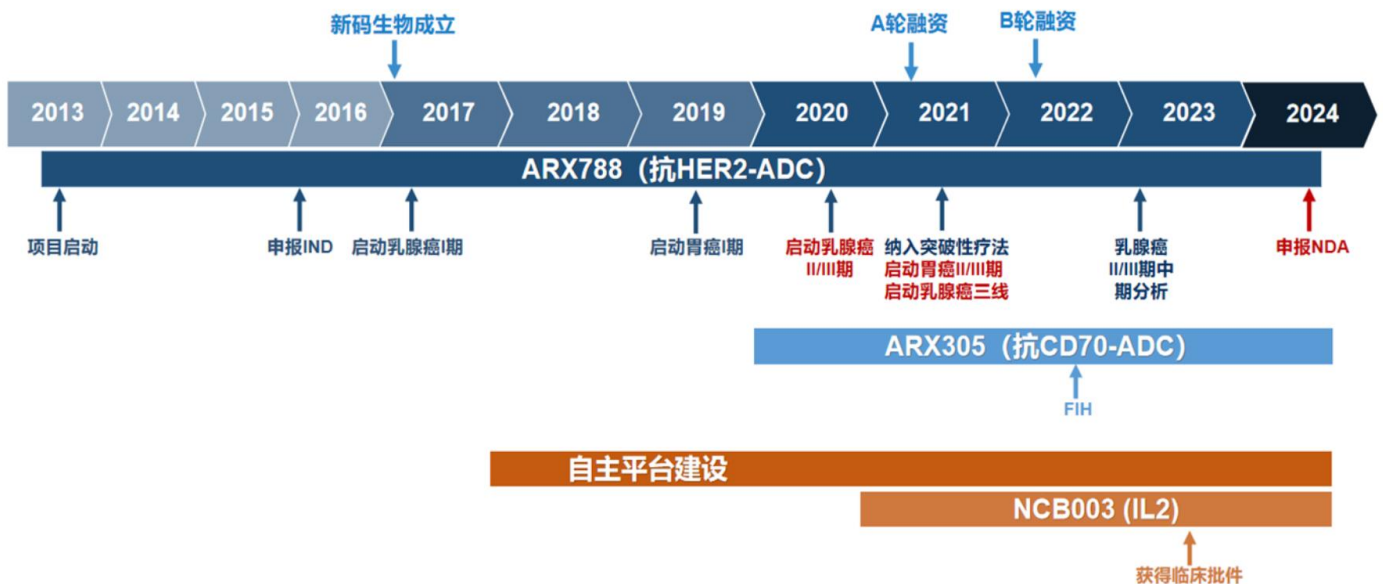
4.2. 创新 ADC 平台即将迎来收获期

ARX788 是一款抗体药物偶联物 (ADC)，是由抗 HER2 单克隆抗体赫赛汀和细胞毒性小分子药物 AS269 组成的抗体偶联药物，抗 HER2 单克隆抗体可与人 HER2 特异性结合，AS269 为高效微管抑制剂，可抑制细胞生长。ARX788 与细胞表面 HER2 结合，通过内吞作用进入细胞，在溶酶体中被水解，释放出 pAF-AS269 (修饰氨基酸连接毒性分子)，pAF-AS269 结合微管，诱导细胞周期停滞及死亡。

ARX788 在 2017 年获得中国临床批件；ARX788 已于 2020 年 12 月 18 日获得美国 FDA 快速通道授权，用于单药治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌；2021 年 3 月 18 日，美国 FDA 已经授予 ARX788 孤儿药资格，用于治疗 HER2 阳性胃癌，包括胃食道结合部癌；2021 年 5 月 18 日由中国国家药品监督管理局药品审评中心纳入突破性治疗品种，拟定适应症为 HER2 阳性晚期乳腺癌二线治疗。公司在中国已完成针对乳腺癌的 II/III 期研究，正在进行 HER2 阳性晚期胃癌和胃食管连接部腺癌的 II/III 期研究。目前公司 ARX788 准备申报 NDA，有望在未来上市。

此外，ARX788 联合 PD-1 在 HER2 低表达乳腺癌的临床 I 期 ACE-Combo-02 研究的扩展阶段正在招募中，ARX788 单药在 HER2 阳性晚期胃癌和胃食管连接部腺癌的 II/III 期临床研究也正在招募中。

图 32: ARX788 及新码生物发展里程碑事件



资料来源：新码生物官网，德邦研究所

4.2.1. ARX788 疗效及安全性双优

ARX788 乳腺癌关键 II/III 期临床研究数据在 2024 年 ASCO 口头汇报。2024 年 6 月 3 日，复旦大学附属肿瘤医院胡夕春教授在美国临床肿瘤学会 (ASCO) 上以口头报告形式公布了新码生物的新型靶向 HER2 的抗体偶联药物 (ADC) ARX788 在 HER2 阳性晚期乳腺癌的关键性 II/III 期 ACE-Breast-02 研究的中

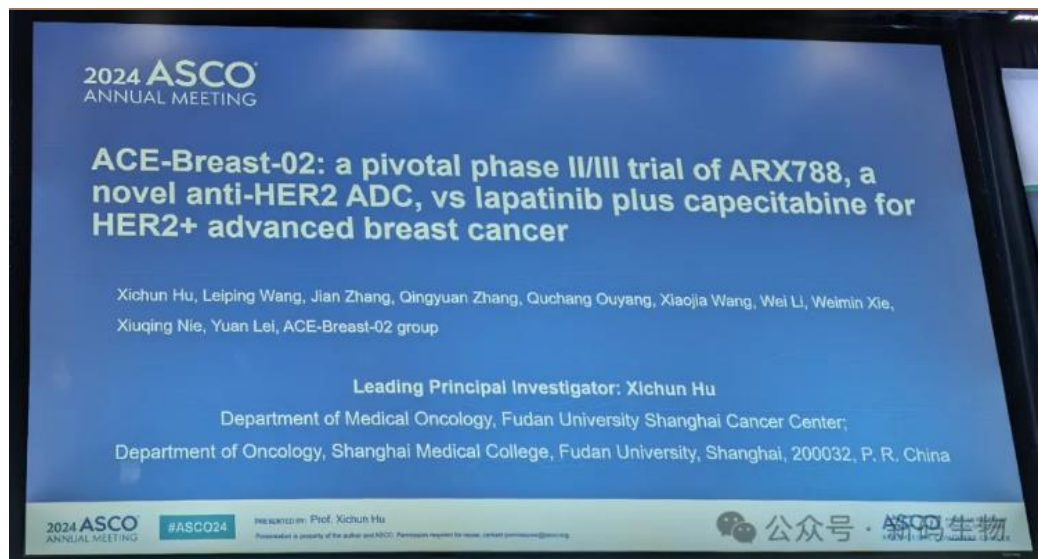
期分析结果。

研究数据显示，在既往接受曲妥珠单抗和紫杉醇治疗的 HER2 阳性晚期乳腺癌患者中，ARX788 对比拉帕替尼联合卡培他滨方案，显著延长了患者的无进展生存期 (PFS)，IRC 评估的中位 PFS 为 11.33 个月 vs. 8.25 个月 (HR 0.64, $p=0.0006$)，达到了研究的主要终点。ARX788 在客观缓解率 (63.8% vs. 52.7%) 和缓解持续时间 (12.45 个月 vs. 8.34 个月) 等其他关键疗效指标也表现出统计学和临床意义的优势。

研究同时评估了 ARX788 的安全性。总体而言，治疗引起的不良事件 (TEAE) 和治疗相关的不良事件 (TRAE) 的所有级别发生率以及 ≥ 3 级发生率均与对照组相当。在没有采取任何预防措施的情况下，ARX788 的血液学毒性和胃肠道毒性的总体发生率较低，所有名称 AE 的 ≥ 3 级发生率均不超过 3%。ARX788 较为常见的特殊关注毒性包括肝脏毒性、眼部毒性和间质性肺病：肝脏毒性常见，但绝大多数是 1 级，3 级及以上的发生率小于 3%。眼部毒性主要表现为干眼、视物模糊、角膜病变和结膜炎，大多为轻中度，无任何 4-5 级眼部不良事件，无角膜溃疡、穿孔或致盲，没有 1 例患者因为该毒性而导致治疗终止。间质性肺病大部分为 1-2 级， ≥ 3 级发生率为 5.9%。

ACE-Breast-02 关键性研究进一步证实了 ARX788 在 HER2 阳性晚期乳腺癌治疗中的显著疗效优势。安全性特征也与前期结果一致。ARX788 具有相对其他同类药物较低的血液学和胃肠道毒性，眼部和肺部毒性相对常见，多为轻中度，经积极管理后多可控制，不良反应导致药物终止的比例低。

图 33: ARX788 乳腺癌关键 II/III 期临床研究数据在 2024 年 ASCO 口头汇报



资料来源：新码生物官方公众号，德邦研究所

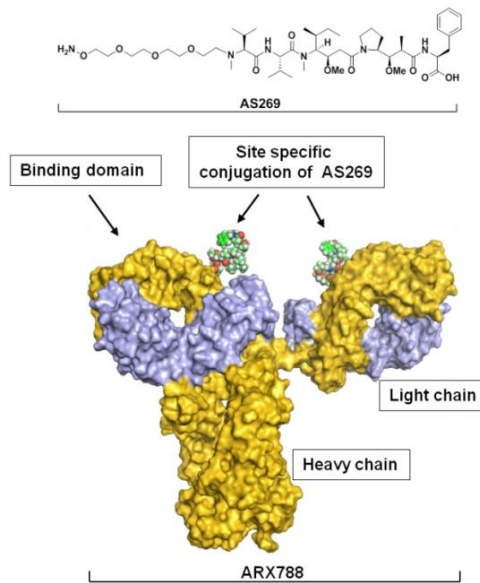
4.2.2. 非天然氨基酸偶联技术优势独特，ARX788 有望成为 BIC 疗法

公司 ARX788 效果突出。公司研发的 ARX788 是首个采用非天然氨基酸定点偶联技术开发的 ADC 药物，通过非天然氨基酸定点偶联的方式和独特的不可裂解连接器，实现了在每个抗体分子上稳定连接两个毒素。从初步披露的数据来看，ARX788 的疗效较 RC48 更为突出，与 DS-8201a 相比则各有千秋。患者 ORR 可达 65.5%，mPFS 达到了 17 个月之久，在 T-DM1 治疗后的患者中 ORR 达到 57.1%，出色的临床数据极大增强了 ARX788 在未来市场中的竞争力。复旦大学张剑教授表示：“ARX788 已经超过除 DS8201 之外的其他 HER2 靶向的 ADC 类药物，在疗效和安全性方面表现出显著优势”。ARX788 的有效载荷、连接器及偶联技术等与其他 ADC 产品有所不同，从机制上以及初步的临床数据来看，ARX788 与 DS-8201a 等 ADC 产品之间可能不存在完全的交叉耐药，进而与之形成有效互补。

非天然氨基酸定点偶联技术解决 ADC 痛点问题。浙江医药合作伙伴 Ambrx 开发的非天然氨基酸定点偶联技术,能够生成毒性低、稳定及 DAR 值均一的 ADC 药物。有望解决 ADC 药物两大挑战,1) 载荷与赖氨酸或半胱氨酸等天然氨基酸连接不稳定,容易造成脱靶毒性;2) 抗体的氨基酸位点较多,无法控制载荷的连接位点,导致 ADC 药物的不均一。

ARX788 的优势在于生产工艺可控性好,偶联条件温和、收率高,得到的产品质量均一(药物抗体比(DAR 值))稳定在 2 左右。ARX788 稳定性较强,在外周血中不易水解,系统性毒性更低,患者耐受性良好。

图 34: ARX788 结构示意图



资料来源:新码生物官方公众号,德邦研究所

4.3. 新码生物其他管线均有进展

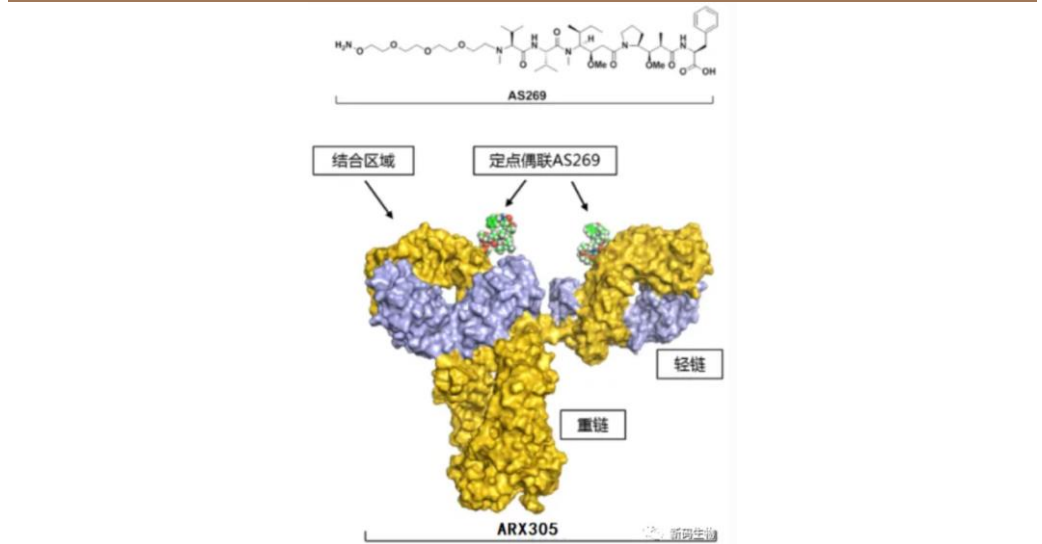
NCB002 (ARX305, CD70 的 ADC)

ARX305 是新码生物的第二款基于非天然氨基酸定点偶联技术的 ADC 创新药,临床适应症为 CD70 表达的晚期肿瘤。

ARX305 的活性药物成分是一种人源化抗 CD70 单克隆抗体(mAb)(IgG1κ)共价结合 2 个微管抑制剂 AS269 小分子毒素而成的 ADC,抗 CD70 单克隆抗体可与人 CD70 特异性结合,并通过内吞作用进入细胞到达溶酶体,经蛋白酶水解释放细胞毒性药物,在有丝分裂期间直接杀死肿瘤细胞。

细胞分化抗原 70 (CD70/TNFSF7) 是肿瘤坏死因子超家族成员之一,为一种 II 型跨膜糖蛋白,与其配体 CD27 结合,影响细胞的增殖、存活和分化。研究显示 CD70 在多种血液瘤和实体瘤细胞表面高表达,是抗肿瘤药物的潜在靶点。

图 35: 公司 ARX305 分子结构图



资料来源: 新码生物官方公众号, 德邦研究所

NCB003 (长效白介素-2)

2023 年 9 月 15 日, 新码生物在研的长效白介素-2 药物 NCB003 的 I 期临床试验申请获得 CDE 批准。

NCB003 是新码生物的第一款基于自主技术平台开发的非天然氨基酸定点偶联生物创新药, 早期临床适应症为晚期实体瘤。白介素-2 具有显著的增强免疫作用和很好的抗肿瘤临床应用潜力, 但是白介素-2 在临床上有半衰期短、副作用大的缺点, NCB003 针对这些缺点而开发。

临床前研究结果显示, NCB003 对多种体内移植瘤有显著的抑制作用; NCB003 在血液循环中相对稳定, 较白介素-2 半衰期获得延长; NCB003 在起效剂量附近安全可耐受, 有一定的安全窗口。

图 36: 新码生物在研管线

	领域	候选物	临床前	临床
NCB001	肿瘤	→	→	→
NCB002	肿瘤	→	→	
NCB003	肿瘤	→	→	

资料来源: 新码生物官网, 德邦研究所

5. 盈利预测与估值

维生素系列: 维生素 A/E 价格在 2024 年开启涨价通道, 且需求端随着猪肉价格恢复而回暖, 预计公司维生素业务在 2024 年快速增长, 2024-2026 年维生素系列预计收入增速为 42%、3%、5%。

其他原料药: 其他原料药主要包括类胡萝卜素、左氧氟沙星原料药、万古霉素原料药等。我们预计 2024-2026 年收入增速为 10%、9%、9%。

苹果酸奈诺沙星: 苹果酸奈诺沙星制剂目前处于放量期, 市场铺设情况良好, 保持快速放量。我们预计 2024-2026 年收入增速为 50%、35%、30%。

其他制剂：其他制剂主要包括万古霉素注射液、米格列醇片、替考拉宁等。我们预计 2024-2026 年收入增速为 6%、6%、6%。

社会产品配送和其他业务：我们预计社会产品配送和其他业务 2024-2026 年收入增速在 5-10% 左右。

表 6：公司收入拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	7327	9129	8116	7794	9484	10093	10853
yoy	4.0%	24.6%	-11.1%	-4.0%	21.7%	6.4%	7.5%
毛利率	41.5%	40.9%	34.5%	32.4%	39.5%	39.1%	39.6%
毛利 (百万元)	3044	3729	2798	2524	3750	3950	4296
1、维生素系列							
收入 (百万元)	2964	4373	3,450	2,785	3956	4056	4259
yoy	47%	48%	-21%	-19%	42%	3%	5%
毛利率	46%	48%	41%	34%	51%	50%	50%
毛利 (百万元)	1378	2078	1,400	948	2006	2012	2113
1.2、维生素 E 系列							
收入 (百万元)	1958	3142			3506	3583	3763
yoy	39%	60%				2%	5%
价格 (万元/吨)	4.1	6.4			8.1	7.9	7.9
yoy	40%	57%				-2%	0%
销售量 (吨)	47616	48770			43280	45360	47628
yoy	-1%	2%				5%	5%
毛利率	39%	41%			53%	52%	52%
毛利 (百万元)	757	1285			1858	1856	1949
1.2、维生素 A 系列							
收入 (百万元)	1006	1231			450.0	472.5	496.1
yoy	64%	22%				5%	5%
价格 (万元/吨)	37.1	31.0			12.0	12.0	12.0
yoy	15%	-16%				0%	0%
销售量 (吨)	2710	3967			3750	3938	4134
yoy	43%	46%				5%	5%
毛利率	62%	64%			33%	33%	33%
毛利 (百万元)	621	792			149	156	164
2、类维生素系列(叶黄素、类胡萝卜素等)							
收入 (百万元)	301	391	514	495	545	599	659
yoy	31%	30%	32%	-4%	10%	10%	10%
价格 (万元/吨)		39	43	44	43.6	43.6	43.6
yoy			10%	1%	0%	0%	0%
销售量 (吨)		991	1,188	1,136	1,250	1,375	1,512
yoy			20%	-4%	10%	10%	10%
毛利率	40%	41%	29%	38%	36%	36%	36%
毛利 (百万元)	120	159	151	190	196	216	237
3、左氧氟沙星原料药							
收入 (百万元)	752	627	390	442	486	525	567
yoy	-40%	-17%	-38%	13%	10%	8%	8%
毛利率	84%	82%	73%	74%	73%	73%	73%

毛利 (百万元)	628	514	283	326	355	383	414
4、盐酸万古霉素系列							
收入 (百万元)	361	361	381	399	419	440	462
yoy	-11%	0%	6%	5%	5%	5%	5%
毛利率	71%	70%	66%	63%	64%	64%	64%
毛利 (百万元)	256	253	253	252	268	281	296
5、米格列醇片							
收入 (百万元)		214	235	222	231	245	257
yoy			10%	-6%	4%	6%	5%
毛利率		85%	82%	81%	78%	75%	75%
毛利 (百万元)		182	193	179	180	183	193
6、替考拉宁系列							
收入 (百万元)	204	220	179	183	197	213	230
yoy	-22%	8%	-19%	2%	8%	8%	8%
毛利率	82%	83%	82%	79%	75%	75%	75%
毛利 (百万元)	168	182	147	145	148	160	172
7、苹果酸奈诺沙星系列							
收入 (百万元)		110	174	325	488	658	856
yoy			57%	87%	50%	35%	30%
毛利率		57%	74%	65%	62%	62%	62%
毛利 (百万元)		63	128	212	302	408	530
8、黄体酮系列							
收入 (百万元)	92	104	99	77	83	89	96
yoy	-14%	13%	-5%	-23%	8%	8%	8%
毛利率	73%	76%	75%	73%	76%	76%	76%
毛利 (百万元)	67	79	75	56	63	68	73
9、社会产品配送							
收入 (百万元)	1964	2276	2137	2244	2424	2545	2672
yoy	-12%	16%	-6%	5%	8%	5%	5%
毛利率	5.7%	5.5%	5.0%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利 (百万元)	113	125	106	100	121	127	134
10、其他业务							
收入 (百万元)	595	453	557	597	657	723	795
yoy	43%	-24%	23%	7%	10%	10%	10%
毛利率	43.1%	21.1%	11.0%	18.4%	17%	15%	17%
毛利 (百万元)	257	96	61	110	110	111	134

资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

我们选取同样以维生素业务为主业的新和成、天新药业、亿帆医药作为可比公司, 2024 年行业平均估值为 20 倍, 公司估值为 14 倍, 公司估值低于行业平均估值。

表 7: 可比公司估值对比

股票代码	公司	股价 (元)	净利润 (亿元)			PE		市值 (亿元)
			2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	
002001.SZ	新和成	20.11	27.0	40.3	48.2	15	13	622
603235.SH	天新药业	27.31	4.8	6.4	7.8	19	15	120
002019.SZ	亿帆医药	11.96	-5.5	5.6	7.9	26	19	147
可比公司平均						20	16	
600216.SH	浙江医药	11.95	4.3	10.5	12.0	14	12	145

资料来源: wind, 各公司公告, 德邦研究所

注: 时间截止 2024 年 8 月 16 日, 新和成、天新药业、亿帆医药均采用万得一致预期数据

预计公司 2024-2026 年实现收入 94.8/100.9/108.5 亿元, 归母净利润 10.5/12.0/13.5 亿元。对应 2024-2026 年 PE 估值为 14/12/11 倍。考虑到公司短期维生素 A/E 业务涨价, 奈诺沙星等新品种持续释放, 中长期新药管线丰富, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

原材料成本上涨风险: 目前上游化工品呈现涨价趋势, 且柠檬醛主要产能集中, 有原材料涨价的风险

新药研发风险存在不确定性: 根据国内外新药研发经验, 药品在前期开发、药品研制和临床试验中均存在一定风险, 从确定研发方向立项到临床成功再到获批生产上市的过程周期长、环节多, 存在诸多不确定因素, 每一个阶段都有可能失败, 前期大量资源的投入存在无法取得回报的风险和可能。

抗生素需求可能存在波动: 新冠肺炎后的流感疫情给抗生素带来较好的需求恢复, 但流感疫情存在波动, 对抗生素的需求可能造成一定的干扰。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.45	1.09	1.25	1.40
每股净资产	9.98	11.08	12.33	13.73
每股经营现金流	0.66	0.17	2.63	0.64
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.84	14.4	12.6	11.2
P/B	1.08	1.42	1.27	1.14
P/S	1.95	1.60	1.50	1.40
EV/EBITDA	12.13	14.28	11.01	9.85
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.4%	39.5%	39.1%	39.6%
净利润率	3.6%	7.9%	8.0%	8.4%
净资产收益率	4.5%	9.9%	10.1%	10.2%
资产回报率	3.4%	7.5%	9.1%	9.3%
投资回报率	0.5%	6.5%	6.6%	6.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.0%	21.7%	6.4%	7.5%
EBIT 增长率	-86.5%	1246.8%	8.9%	7.9%
净利润增长率	-20.4%	144.8%	14.2%	12.2%
偿债能力指标				
资产负债率	21.9%	23.2%	13.0%	14.6%
流动比率	2.3	2.3	4.4	4.2
速动比率	1.4	1.5	3.7	3.4
现金比率	0.6	0.5	2.7	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	58.9	63.3	50.3	29.8
存货周转天数	136.8	135.2	91.4	54.6
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
固定资产周转率	1.6	1.9	2.0	2.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	430	1,052	1,201	1,347
少数股东损益	-153	-304	-391	-437
非现金支出	837	53	53	53
非经营收益	-325	33	39	42
营运资金变动	-154	-670	1,628	-391
经营活动现金流	634	162	2,529	613
资产	-622	-69	-66	-67
投资	-17	-60	-60	-60
其他	121	-25	-1	-1
投资活动现金流	-519	-154	-127	-128
债权募资	0	-81	40	40
股权募资	55	-27	0	0
其他	-196	-27	-23	-25
融资活动现金流	-141	-135	17	15
现金净流量	22	-127	2,419	500

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,794	9,484	10,093	10,853
营业成本	5,270	5,734	6,142	6,557
毛利率%	32.4%	39.5%	39.1%	39.6%
营业税金及附加	78	85	93	102
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,046	1,171	1,224	1,358
营业费用率%	13.4%	12.3%	12.1%	12.5%
管理费用	445	507	539	581
管理费用率%	5.7%	5.3%	5.3%	5.4%
研发费用	860	1,005	1,029	1,107
研发费用率%	11.0%	10.6%	10.2%	10.2%
EBIT	71	962	1,048	1,131
财务费用	-17	-8	-4	-50
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.0%	-0.5%
资产减值损失	-137	0	0	0
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	380	989	1,068	1,198
营业外收支	-17	-19	-16	-17
利润总额	363	970	1,052	1,181
EBITDA	799	1,015	1,101	1,183
所得税	86	223	242	272
有效所得税率%	23.8%	23.0%	23.0%	23.0%
少数股东损益	-153	-304	-391	-437
归属母公司所有者净利润	430	1,052	1,201	1,347

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,460	1,333	3,753	4,252
应收账款及应收票据	1,252	2,082	739	1,059
存货	2,011	2,298	820	1,168
其它流动资产	878	1,014	694	838
流动资产合计	5,601	6,727	6,006	7,318
长期股权投资	88	98	108	118
固定资产	5,064	5,064	5,064	5,064
在建工程	932	932	932	932
无形资产	744	744	744	744
非流动资产合计	7,178	7,217	7,226	7,234
资产总计	12,780	13,945	13,232	14,551
短期借款	200	230	250	270
应付票据及应付账款	1,150	1,456	520	740
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,128	1,223	596	747
流动负债合计	2,478	2,909	1,367	1,757
长期借款	230	250	270	290
其它长期负债	84	82	82	82
非流动负债合计	315	332	352	372
负债总计	2,793	3,241	1,719	2,129
实收资本	965	965	965	965
普通股股东权益	9,631	10,652	11,853	13,199
少数股东权益	356	51	-339	-777
负债和所有者权益合计	12,780	13,945	13,232	14,551

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。